

## ラスト・リゾートなき「最後の貸し手」論のドル・デイレンマ

…二〇〇七—〇八年の「ドル流動性不足の発生と深刻化」の内実なき「ドル流動性不足」論(上)

米 倉 茂

はじめに……ガラパゴス化の久しい日本のドル研究

第一節 国際金融危機で激変した米国の銀行のクロスボーダー資金移動

(一〇〇七年後半から二〇〇九年半ば) …… 46

(i) 米国の銀行のクロスボーダー資金移動の三分の二以上をしめる本支店間取引 …… 46

(ii) 米国の銀行のクロスボーダー取引は金融危機の深化で激変

……急増していたはずの対欧純貸し出しの急減 …… 47

(iii) 経常収支不均衡拡大では説明できない欧米間のクロスボーダー取引の膨張 …… 49

(iv) 同じドル不足でも米国と欧州の銀行双方による調整は真逆 …… 52

(v) ドル衰退願望論による米国のクロスボーダー資本移動の分析 …… 56

(vi) 欧米間のクロスボーダー取引を語るのに欠かせない投資銀行によるレポ取引の動向 …… 59

(vii) 欧米間クロスボーダー取引の急減効果を鎮静させるドル・スワップ操作 …… 62

第二節 欧州の銀行にとどまらない二〇〇七—〇八年のドル流動性危機の広がり …… 64

(i) 「ドル流動性危機」の現象を欧州の銀行に限定してしまった代償	64
(ii) 欧州の銀行のドル流動性危機を意識していたFedの米国内向けのドル流動性供給	69
(iii) ドル流動性危機が始まった時期も不明な「ドル流動性危機」解題	71
……ABC P市場はいつから機能不全？	71

(以上、本号)

### 第三節

世界的ドル流動性危機に対する米国財務省とFedの連携

- (i) 欧銀のドル流動性危機の対策でもある米国財務省とFedの連携の例 (1)
  - ……リーマン破綻で起きたMMF取り付け
- (ii) 欧銀のドル流動性危機の対策でもある米国財務省とFedの連携の例 (2)
  - ……ベア・スタインズ買収におけるJPモルガンへのFed融資はバジヨット原理を超えている最後の貸し手機能の証し
- (iii) 欧銀のドル流動性危機の対策でもある米国財務省とFedの連携の例 (3)
  - ……FedによるAIG融資は欧銀に対する迂回的な融資効果を発揮

### 第四節

投資銀行のレポ取引によるグローバル・フィナンシャル・インバランスの膨張

- ――レポ取引を増幅させる担保再流用 (rehypothecation) による信用の連鎖的膨張
- (i) 過剰な金融レバレッジを加速したレポ取引
- (ii) ドルと米国国債への逃避はドル流動性危機のメダルの裏側
- (iii) 米国国債への逃避と欧州のドル資金不足を表裏一体として論じるアイケングリーンへの逆立ち的批判
- (iv) 安全資産とみなされる米国国債は金融取引の担保として使われる

第五節 基軸通貨の交替の展望……勇み足をくり返すドル衰退願望論者

- (i) 世界の有力諸国の大半がドル・スワップを活用
- (ii) 絶大の広がりをもせるドル・スワップ―地理的・時間的な広がりのないユーロ・スワップ
- (iii) 似て非なるドルと人民元の通貨スワップ  
……決定的にちがう両スワップを同列に扱うドル衰退願望論の妄念
- (iv) 通貨の交換性もない人民元に片思いのドル衰退願望論  
……人民元はドルに替わる国際通貨となる展望はない
- (v) 一向に解消されないユーロ圏のドル依存体質
- (vi) ドル・スワップが「やがて次なる金融バブルの温床になる可能性」(??)

第六節 換骨奪胎を迫られるグローバル・インバランス論

- ……経常収支不均衡論からグローバル・フィナンシャル・インバランス論への視角転換
- (i) リカード理論の天秤にかけられる経常収支赤字ファイナンス論……何が何をファイナンスするの  
か不明な「経常収支赤字を資本流入でファイナンスする構造」論
- (ii) BIS、IMF、日銀はグローバル・フィナンシャル・インバランスの限界を自覚  
……世界的な学問上の潮流からはずれて漂流するドル衰退願望論者
- (iii) IMF、BISの告解を意図的に無視するドル衰退願望論者
- (iv) グローバル・フィナンシャル・インバランスを具現した伝統的銀行とシャドーバンキングの間の  
不均衡

第七節 本来あるべき書評に立ち帰る契機……『なぜドル本位制は終わらないのか』の書評への書評

(i) ドル体制の広がりの意義に暗いドル衰退願望論者による『なぜドル本位制は終わらないのか』の著者への逆立ち的批判

(ii) ドル・スワップの効果を否定それとも肯定? 「ドル流動性危機の発生」の中身に暗いにもかかわらず、その発生を明快に説いている書評対象の本を評価

#### 第八節 「最後の貸し手」論に関する六〇代の手習い

(i) 量的緩和策は「最後の貸し手」機能?——バジヨット原理も知らず、量的金融緩和策と「最後の貸し手」の区別もつかない「最後の貸し手」説

(ii) Fed副議長コーンによる金融危機対策におけるFedと財務省の関係の解題

(iii) 証券化業務の進化に応じて広がる最後の貸し手の範囲

(iv) 中央銀行が最後の貸し手として緊急融資する場合に守るべき原則

(v) Fedのバランスシートの状態も見ないでバランスシートの「質的低下」を語るドル衰退願

望論者

#### 第九節 六〇代の手習い第二弾……再履修を迫られる大学院時代の景気循環論演習

(i) 指導教員の国際資本移動論を学べない不肖の弟子

(ii) ドル相場の動向の決定要因を取り違えてしまう不均衡論

むすび

## はじめに……ガラパゴス化の久しい日本のドル研究

二〇〇七―〇八年の世界的金融危機が勃発するまでどのような世界金融危機説がまん延していたであろう？ 大半のエコノミストがアメリカの貿易収支赤字膨張が過剰ドルを累積させ、この世界的経常収支不均衡が世界経済の危機になると解説してきたはずである（米倉二〇〇九）一〇）。ところがリーマン・ショックが端的に示すとおり、実際に起きたのはドル危機でなく、ドル不足危機であった。危なくなるはずのドルが蒸発し、このドルを必死に求める世界的ドル・ラッシュが吹き上げたのである。危機の逃避先はドルと米国国債であった。

従来のグローバル・インバランス論（以下、GIと略記）の想定に反する事態が進行していたのである。筆者の場合、リーマン・ショック勃発のはるか以前から、世界的金融危機が発生する場合は必ずドル・ラッシュが起きる法則性があると説明し続けてきた。たとえば一九八七年秋のブラック・マンデーである。これをドル・株・債券のトリプル安として喧伝するドル危機説が盛んだったが、トリプル安となったのはこのドル危機説だった。実際にはドルは過剰どころか流動性不足に陥った（米倉二〇〇七）二八―二九）。現実にかきた国際金融危機の状況を少し調べればすぐに出てくる当然の説明である。

さすがにGI論ではまずいと思うようになったのであろう。日本の研究者の中でも国際金融危機の際に発生する「ドル不足」現象の分析の必要性を説く論者も現れ始めた。しかもこのドル不足問題がユーロ危機にも直結したため、ユーロ問題専門家もユーロ危機に絡めて「ドル不足」論に取り組まざるを得なくなった。もちろん、その内実はおおよそ学問以前の状況である事実を一連の拙稿はユーモアを交えながら明らかにしてきた（米倉二〇一三①、②、③）。彼らはガラパゴスの状況から抜け出せないのである。

問題はもっと根深いところにある。ドル問題専門家もこの「ドル不足」問題に暗いのである。GIの観点から世

界金融危機の可能性を唱えてきたIMFはグローバル・フィナンシャル・インバランス論への宗旨替えをはかっている。また、BISの諸研究もGI論の限界を強く指摘しているのが現状なのであるが、ドル問題専門家はこのような学問上の潮の流れの変化に無頓着なまま、また自身の旧来のGI説の枠から抜け出せないまま、近年、一周遅れのトップ・ランナーよろしく、リーマン・ショックで発現した「ドル流動性不足の発生と深刻化」の解題を試みる者まで登場した。

そして大胆にも、筆者の主張と連携しつつドル本位制の持続性を強調し続けてきた論者（岩野茂道）の著書を批評しようとする。当然ながらその書評の内容は的はずれの連鎖である（本論第七節参照）。この本丸のはずのドル問題専門家もガラパゴス症候群に陥ったままなのである。

本論ではそうした日本のドル問題認識における学問的状況を鳥瞰しながら、GI説の限界を指摘しつつ、グローバル・フィナンシャル・インバランスの視点の有効性を再確認していく。

## 第一節 国際金融危機で激変した米国の銀行のクロスボーダー資金移動（二〇〇七年後半から二〇〇九年半ば）

### （イ）米国の銀行のクロスボーダー資金移動の三分の二以上をしめる本支店間取引

世界の多くの有力な銀行は自己資本比率は守られていた。にもかかわらず、世界的恐慌が起きた。それは資本でなく流動性の問題であった。何時でも資金を調達できるはずの径路がいざという時は凍結する理由とは？あるいは運用資産が流動性を失うと自己資本を食いつくし、支払危機を引き起こす構図とは？これは金融デリバティブ、レバレッジ、オフバランスの三位一体の絡みで膨張し続けていたグローバル・フィナンシャル・インバランスの視点

でしか説明できない。GI論ではこの三位一体の話は出てきやうがない。そしてそのインバランス膨張を端的に示していたのが欧米銀行間のクロスボーダー取引であった。この資金移動の評価抜きに国際金融危機の中身は説明できないのである。

そこでその点を米国在の銀行のクロスボーダー取引から説明しよう。米国にある銀行のクロスボーダーの資金移動から米国に對外債権、債務が発生する。その對外債権の主な項目は外国銀行への預金、ローン、売り戻し条件付き協定（レポ）、CDSと短期証券である。他方、對外債務の主な項目は、外国人による預金、買い戻し条件付き取引（レポ）である。

注目すべきは、このクロスボーダー取引の三分の二以上は同一銀行間取引（社内取引）である点だろう。北大西洋間をまたぐ同一銀行本支店間の取引である。米国在の銀行のクロスボーダー取引は主に北大西洋間に絞り込める。欧州以外の外国に本店を置く銀行が占める比率はクロスで一〇％程度にすぎないのである。

米国の銀行のクロスボーダー取引の大半が対欧州となるが、この対欧州債権、債務の帰属先は、第一に米銀、次に外国所有の在米銀行となる。たとえば、米国で営業する外国の銀行のクロスボーダー債権、債務は、欧州にある親銀行に対するものを含む。また、米国の銀行のクロスボーダー債権、債務は対欧銀ばかりでなく、欧州にある米銀行法人に対するものも含む。しかも、すでに指摘したとおり、米銀、欧銀のいずれも北大西洋をはさんだ同一銀行間取引（社内取引）が三分の二を占めている（Betraut & Pounder）A一五七）。

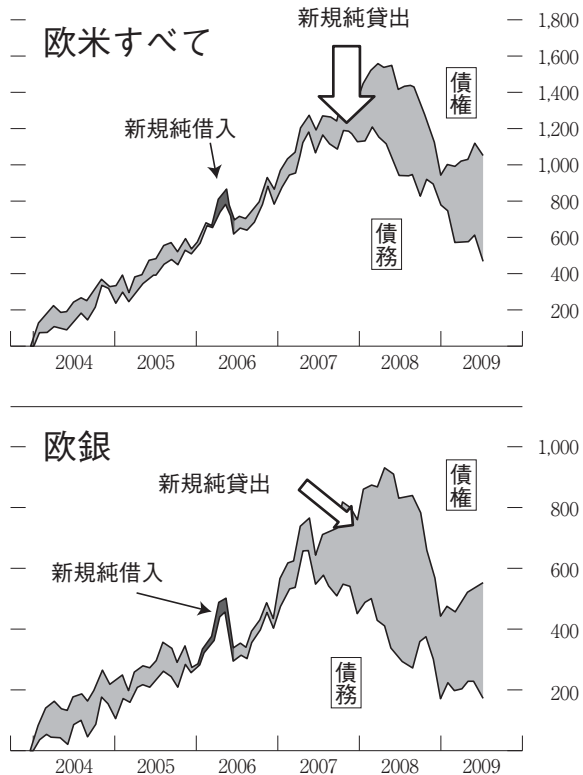
（ii）米国の銀行のクロスボーダー取引は金融危機の深化で激変……急増していたはずの対欧純貸し出しも急減  
図1によれば、恐慌以前、米国にある米銀、欧銀はのクロスボーダーの債権、債務の伸びは全体的にほぼ並行しており、両者の差額は二〇〇四年から二〇〇六年の間はあまり変わりはない（影の部分）。ところが二〇〇七年半

ばかり二〇〇八年半ばには、その差額がかなり広がっている。この差額が図1では新規の対外純貸出となるのであるが、この新規対外純貸出がピークとなったのは二〇〇八年秋初旬であり、二〇〇七年一月以来、四三〇〇億ドルにまで累積した。しかもこの内、三九〇〇億ドルは二〇〇七年八月と二〇〇八年八月の一年間に増加している。

しかし金融危機が激化した二〇〇八年秋、この新規の純貸出は劇的に縮小している（ほとんど八〇％）。逆に年が明けた二〇〇九年一月から二〇〇九年六月の間に新規の純規貸出は四三五〇億ドルに増加している。金融危機が激化すると対外純貸出が急減し、緩和すると急速に回復している。リスク回避に走っていた投資家は危機が緩和するにつれてリスク許容度を高めるのである。いわゆるリスク・オフとリスク・オンの交互作用である。

米国の銀行は二〇〇七年半～二〇〇八年半ばに対外純貸し出しを増加させているのであるが、そのメインプレー

図1 欧州の銀行も含む米国にある銀行業（上部）と在米欧銀の銀行（下部）のクロスボーダー債権、債務の累積変動(2004～09年) ※ 単位：10億ドル



(出典) 〈Betrault & Pounder〉 A158, Figure13より

※債権は外国人に対するもの、債務は民間外国人に対するもの。



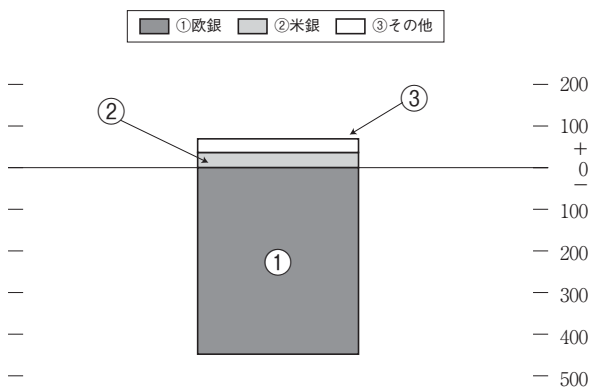
ヤーは米銀でなく、在米の欧銀である（図1の下部）。

ではなぜ、米銀でなく、米国にある欧銀の対外純貸し出しが増加していたのであろう？ 欧州にドル流動性不足問題が起きたからである。そのために在米欧銀は欧州の提携銀行（その多くは親銀行）にドルを新規貸出するのである。実際、二〇〇七年半ばから二〇〇八年半危機の最初の一年に四五〇〇億ドル以上もの流出を記録している（図2）。

このような資金移動は通常の国際収支表は把握されない。だから経常収支不均衡の拡大の持続不能性を懸念するG I論は、金融危機の在処を探るツールにならない。国際収支表では補足されない国際銀行のクロスボーダー資金移動が最終的には金融危機につながる持続不可能なグローバル・フィナンシャル・インバランスを累積させたのである。筆者が常々、金融危機の説明はG Iでなくグローバル・フィナンシャル・インバランスを視座におかないと不可能である力説する理由もここにある。

（iii）経常収支不均衡拡大では説明できない欧米間のクロスボーダー取引の膨張  
グローバル経常収支インバランス論から危機の進行を説明しようとする、米国住宅金融膨張とその後を引き続いて起きた金融崩壊における欧州の銀行が果たして役割を見落すことになる（Borio & Disyatat 二〇〇）。

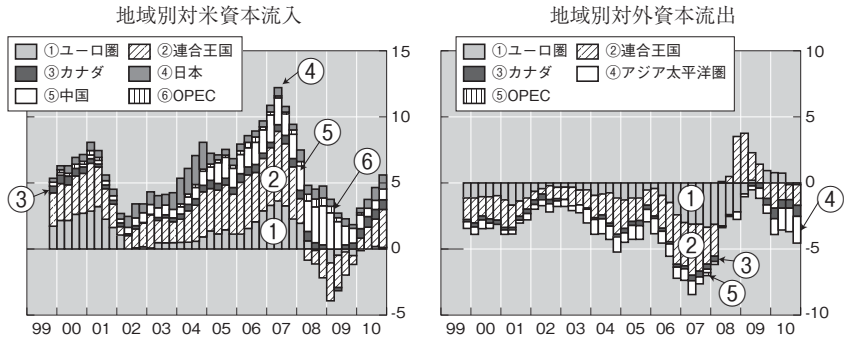
図2 所有国別銀行の資金流入（ネット）（2007年8月－2008年8月）※  
単位：10億ドル



（出典）〈Betrault & Pounder〉A158, Figure14より

※プラスは米国への純資金流入、マイナスは米国からの純資金流出

図3 国・地域別でみた米国の資本移動（グロス）（2009-2010年、GDP比％）



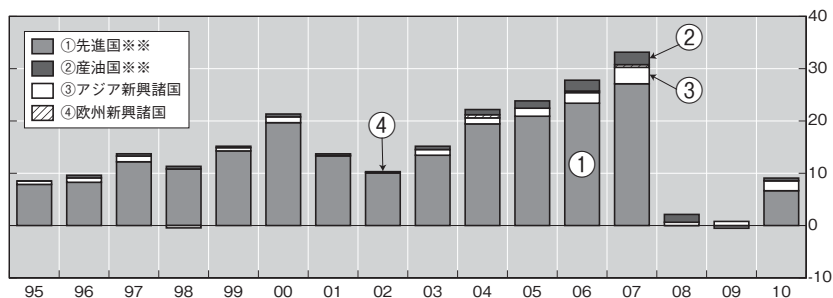
（出典）〈Borio & Disyatat〉14, Graph 6 より

危機に至るまでのグロスの対米資本流入の中で、二〇〇七年の全流入の半分は欧州が占める（図3）。このうち、半分以上は英国からのものである。この英国は経常収支赤字国である。また、三分の一はユーロ圏からのものであり、ユーロ圏の経常収支は大体均衡している。欧州からの流入額は中国のそれを上回る。また、日本を少し上回る。大きな経常収支黒字国である日中両国を上回る対米流入となっているのが経常収支赤字の英国やユーロ圏からの対米資本移動なのである。また中東とOPEC諸国からの流入の比率は低い。となると、中東や中国が米国の経常赤字を埋める役割をしているとはいえない。米国のグロス流出も同様のパターンを示している。しかも欧州への流出は流入の分よりも高い比率を占めている（図三）。

たしかに一九九〇年代初旬以来の経常収支赤字拡大を背景として、米国のグロスの資本流出と流入は危機に至るまでかなり増加している。そのグロスの流入が流出を上回る分がネットの資本流入とすれば、これが経常収支赤字ファイナンスを果たすはずであるが、このネットの額は赤字ファイナンス額をずっと上回っている。米国が一九九〇年代に貿易赤字になっっていない話になっていないのである。

さらにグローバルの資本移動（グロスの資本流入と流出）は一九九〇年代

図4 地域別でみた資本移動（グロス）※の対世界 GDP 比％）1995－2010年



（出典）〈Borio & Disyatat〉14, Graph 5 より

※グロスのフローは直接投資、ポートフォリオ、その他投資の流入、流出に等しい

※※オーストリア、カナダ、デンマーク、ユーロ圏、日本、ニュージーランド、スウェーデン、連合王国、米国

後半からすさまじく膨張している。経常収支勘定のそれに比べると格段に大きい。また、その大半は先進国間のものである。グロスの資本移動は一九九八年の世界のGDPの一〇％だったのが、二〇〇七年には三〇％以上となっている（図4）。しかもこの大半は先進国間のものである。先進国の世界貿易におけるシェアは低下しているのであるが、資本移動におけるシェアは高くなっている。他方、新興諸国経済間のシェアは小さく、中国や中東などの経常収支黒字国が米国の経常収支赤字をファイナンスする結果起きているという性格のものではない。にもかかわらず、過剰貯蓄説は新興諸国を世界的な金融膨張の主な駆動要因とみている（Borio & Disyatat）（一三－一四）。

こうしてみると、グローバル経常収支不均衡論や過剰貯蓄説は、クレジットブームとその破たんにおいて大きな役割を果たしたグローバル仲介業務の意義を見損ない、それゆえに、危機の種をまいた金融的要因を見逃してしまったようである。グローバルな金融的脆弱性は各国居住者ベースの国際収支バランスでなく、国際銀行業務における個々の銀行のクロスボーダー取引の膨張・収縮の動きの中から捕捉するべきものであろう（〈Borio & Disyatat〉1、117）。

これは縦糸と横糸の関連にたとえられるであろう。経常収支の資金移動を縦糸とすれば、この縦糸の並びを支える横糸がいる。この横糸がクロス

ボーダーのグロスの資本移動のようなものである。縦糸の位置を整えながら、横糸と縦糸が絡まないよう、しっかりと織布を織り上げる作業が求められるのである。

さてここで本題に戻る。在米の欧銀が欧州の銀行に純貸し出しとなっている理由についてである。それは、二〇〇七年夏以降、サブプライム問題が欧州を直撃し、欧州の銀行がドル流動性不足に陥ったという事情による。欧州の銀行はオフバランス機関を通じて A B C P を発行し、調達したドルで証券化商品で資産運用をしていたのである。しかし、米国でサブプライム問題が起きた後、欧州金融市場も二〇〇七年八月、大混乱となり、A B C P 市場は機能不全に陥った。欧州の銀行はオフバランス機関の債務を引き受けざるをえなかった。しかしこの A B C P 返済の元になるはずの証券化商品は市場の混乱から流動性を失っており、この金融商品売って得たドルを A B C P の償還に充てることは困難だった。欧州の銀行本体はオフバランスが負っていた債務返済のためにドルを求めて銀行間市場、外国為替スワップ市場 (F X) に殺到したが、これらの市場は急激なドル需要で調達コストが跳ね上がり、ドル手当がままならなくなった。だから在米の欧銀は本国のドル逼迫を緩和するために、欧州の銀行にドル貸出を増加させたのである (Betraut & Pounder) A 一五八)。

#### (iv) 同じドル不足でも米国と欧州の銀行双方による調整は真逆

図2の通り、欧銀による欧州へのドル供給が突出している (四五〇〇億ドル)。それと対照的に、米銀は欧州からドルを回収する側になっている (三五〇億ドル)。これだけみると、ドル流動性不足に陥っているのは欧銀だけであり、米銀は欧銀からドルを引き揚げていると判断されがちである。

しかし注意しなければならないのは、米銀の中にも欧銀と同様、激しいドル不足に陥っているものがあったことである。同じ米銀に一括りするわけにいかない。米銀の場合、対欧州でドルを供給する側と供給される二タイプに

分かれるのである（Betraut & Pounder）A 一五七）。

同じドル不足といっても、米銀のドル調達手法は欧銀のそれとは対照的である。欧銀はドル資金不足の緩和を在米欧銀に頼ったのに対し、米銀は欧州から資金を引き揚げて自行のドル不足の解消を図っていたのである。

これを図式化すれば、在米の欧銀は欧州でドル不足に陥った親銀行にドルを供給し（\$が米国 ⇨ 欧州）、同じドル流動性危機にあった米銀は欧州からドルを引き揚げた（\$が欧州 ⇨ 米国）。欧銀と米銀とはドル流動性不足対策のためのドル供給の流れが正反対になっているわけである。まさにクロスボーダー取引であり、GI論では説明できない話なのである。

このように米銀も欧銀も同様にドル不足の圧力を受けていても、ドル流動性不足対策のためのドル供給の流れは米銀と欧銀とは逆方向になっている。しかしトータルしてみると図2のとおり、北大西洋間をまたいで在米の欧銀はドルの大きな純貸し手であり、米銀はドルの純借り手となっている。

しかしこの図2の読み取りには注意が必要である。この図だけを見ると米銀はドル不足に苦しみ欧銀に大西洋をまたいでドルを供給していないような印象を与えかねない。しかしながら、この図は北大西洋間のドル流入入をネットで表示しており、すでにみたとおり、これをクロスで見直すと話は大きくちがってくる（Betraut & Pounder）A 一五八―一五九）。

すなわち、ネットでなくグロスで見ると、米銀は対欧州の関係で純貸手と純借手に二分化されるのである。そして実は、米銀の中にも在米欧銀と同様、欧州へドルを貸出しているものが多い。特に銀行のクロスボーダーの資金移動の場合、貸出側は米国在の最大級の銀行に集中していた（三〇行）。二〇〇七年八月から二〇〇八年八月の間にこれら三〇の銀行は各々、ネットで一〇〇億ドル、欧州へ貸している。この三〇の銀行のうち欧銀が二二行である。八行は米銀となる。この全体三〇のうち四行以外はオフバランス機関のスポンサーになっていた（Betraut &

Pounder) A 一五八)。

すると、欧州に貸し付けた銀行(米銀、欧銀ともに)の大半は、オフバランス機関のドル手当の肩代わりもさせられるだろう。欧州のドル資金不足問題に対処するためにはこのオフバランスの機関の救済が不可欠だろう。ということは米銀も欧州でドル手当を迫られるということになる。

ただその場合、米国内の米銀であれ欧銀であれ、Fedの割引窓口の利用はそれほど多くない。割引窓口から借入平均(危機の最初の一年)は彼らの対外貸出(純)のせいぜい一〇%である。Fedはこの時点では欧州向けの資金供給の主要な資金源にはなっていないのである(Betrant & Pounder) A 一五九)。

Fedが主要なドル供給源となるのはリーマン・ショック以降の大規模なドル・スワップ発動以降のことである。いずれにしろ米銀の一部は欧銀と同様、欧州のドル不足に対応するために欧州にドルを供給していたのである。

しかし、米銀をトータルしたネットで見ると、対欧州の銀行に対して借り手の側(すなわち資金回収)となるのである。この点に注意しないと、ドル不足問題を欧州の銀行に限定してしまい、米国の金融機関の中にも激しいドル不足に見舞われているものが続出していた事情をみてとれなくなる。

その点をもう少し具体的に見ておく。ネットで表示している図2の印象とは裏腹に、実際には米銀も欧州の銀行に多額にドルを貸出しているものがある。その額は危機の最初の年に二三五〇億ドルにも及んでいる(図5)。その他方、すでにみたとおり、別の米銀グループは欧州から資金を引き揚げて本国のドル不足に対応している。これは二七〇〇億ドルを欧州から借りた形になっている。だから対欧州に二三五〇億ドルも資金を供給している米銀の分よりも、対欧州から二七〇〇億ドルも資金を回収している米銀の額が大きくなり、これをトータルしネットで見ると米銀は三五〇億ドルを回収する対欧純借り手となるのである。

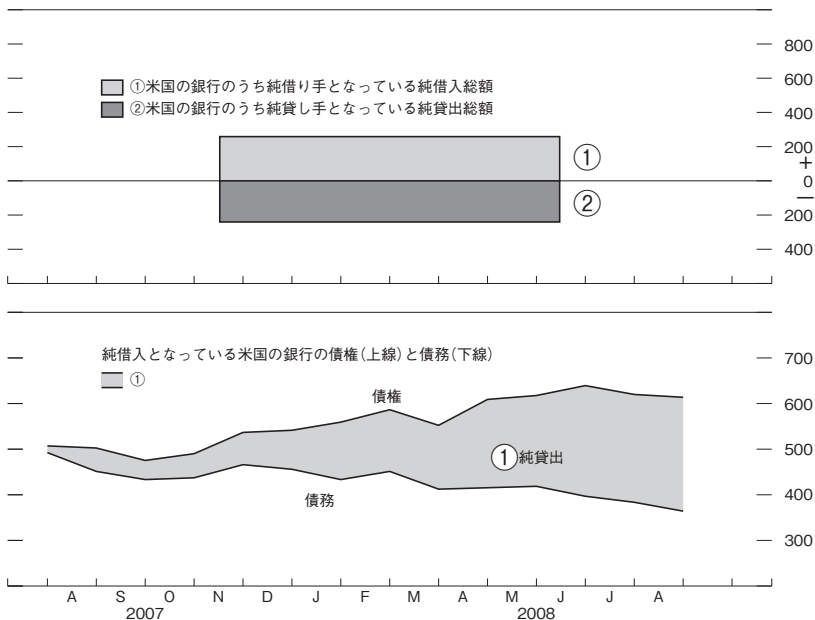
問題となるのは、この借り手の側にある米国保有の銀行の行動の動機である。Betrant & Pounderは、本国の資

ラスト・リゾートなき「最後の貸し手」論のドル・ディレンマ（上）

金繰りをつけるために欧州の提携金融機関にドルを供給させている事情に注目している。これを在米の欧銀に資金供給させている欧州本国の金融機関の行動と同じであるとしている。米銀と欧銀は共に本国の資金繰りをつけるために海外支店からドルを動員するという行動様式では同じだというのである。したがって同じドル不足でも米国の銀行のドル調達は欧州の銀行のそれとは逆方向になるのである（Betraut & Pounder）A一五八）。

これは何を意味するのか。米国の投資銀行の資金繰りのきつさを伝えているのである。このような借り手となる行動を取る米銀は主に投資銀行である。少ない自己資本で多額の借入で資産運用する高レバレッジの金融機関である。しかも借入資金はすぐに返済を求められる資金であり、運用資産はいざという時は換金性

図5 米国所有の銀行のネット（上部）とグロス（下部）でみた対外債権、債務※  
（2007年8月－2008年8月）単位10億ドル



（出典）〈Betraut & Pounder〉A159, Figure15

※上部ではプラスは米国への純資金流入、マイナスは純流出。上部の純貸し手からの流出は下部のグロス・ポジションの変化を反映

が弱くなる、いわゆる流動性の低い短期借り長期運用の資金の期間ミスマッチである。借りた資金の返済を迫られても資産の換金で返済資金を確保できなくなる。したがって流動性が涸渇すれば投資銀行は一瞬にして抹殺されるのである（米倉二〇一二 八二―八三）。二〇〇八年三月のベア・スターンズ、二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズの破たんはその格好の例である。しかも流動性確保が死活問題のはずの投資銀行は恐慌の初期の段階ではFedからの借入のアクセスはなかった。だから必要な現金は自身の海外の機関に頼ることになる。

#### （Ⅴ）ドル衰退願望論による米国のクロスボーダー資本移動の分析

ところでこのような分析を手がけていたBetrout & Pounderを典拠として「ドル流動性不足」を論じようとしている柴田徳太郎の場合、この二人の説明をどのように理解しているのだろうか？ 実は、米銀の中で対欧州の資金の出し手、受け手の区別をする意味が必ずしも明確になっていない。それを示す部分を引いておく。

「対外資産・債務の3分の2以上は同一銀行内取引であった。同時期に、在米のアメリカ系銀行で対外貸付を行っていた銀行の貸付額は二三五〇億ドルであり、対外純借入を行っていた銀行の借入額は二七〇〇億ドルであった。前者の貸付先は在ヨーロッパ銀行であり、後者の多くは連邦準備の割引窓口を利用できない証券ブローカー（投資銀行）であった（Betrout & Pounder、二〇〇九、A 一五八）。以上のようにヨーロッパ系の銀行は、自行支店を中心とする在米銀行からの借入によって、ドル流動性不足問題に対処していたのである。」（柴田①）六）

この柴田の記述を一読して明らかになることは、米国の投資銀行が「ドル流動性不足問題に対処していた」という話が欠如していることである。なぜなら、「二三五〇億ドル」を欧州に貸している米国の銀行と、「二、七〇〇億ドル」を欧州から借り入れている米国の銀行が欧州に対してドルを供給する側と引き揚げる側の二つのタイプに分かれる理由を何も説明していないからである。



しかも柴田の記述は誤読そのものである。まず典拠頁としている「A一五八」は「A一五九」の誤記であるのはさておき、ドル資金供給をめぐり、「在米のアメリカ系銀行で対外貸付を行っていた銀行」と「対外純借入を行っていた銀行」の違いが生じる事情について（柴田①）は一切説明がない。これではクロスボーダー取引における米国の投資銀行と商業銀行のドル資金繰りの状況の区別がでなくなってしまう。

この両者を区別できない理由は他にもある。ドル資金繰りで自転車操業となっている米国の投資銀行の資金調達方法を何も理解していないからである。この柴田によれば、「対外純借入を行っていた銀行」の「多くは連邦準備の割引窓口を利用できない証券ブローカー（投資銀行）であった」となっている。これをそのまま読めば投資銀行は「連邦準備の割引窓口を利用できない」ことになる。このような記述では、投資銀行とFedの関係、あるいはFedによる金融危機対策としての流動性供給の内実は何も理解できないだろう。

このような誤解は、当該金融危機の「初期（early）」を読みすしているから起きている。Betraut & Pounderは、金融危機の「初期」の時期、投資銀行がFedの割引窓口を利用できなかったと説明している。この二人が「初期（early）」と強調しているのは、恐慌の「初期」に「連邦準備の割引窓口を利用できない」場合の投資銀行と、恐慌が深化するにつれてFedの短期資金供給便宜を受けられるようになる投資銀行の資金繰りを比較しているためである。柴田①が典拠としているコーンFed副議長も、金融危機が高まるにつれ、投資銀行への資金供給の便宜を拡大している事情を説明している。「初期（early）」を見過している柴田にはこの事情は不明となる。

いずれにしろ、ドル資金繰りにおけるこの米銀の二タイプの区別もつかないので、結局、「ドル流動性不足問題に対処していた」のは欧銀だけであるという記述に終わる。このような皮相的理解のまま、リーマン破たん時の世界的な「ドル流動性不足問題」の状況を説明しようとする。だからドル流動性危機の内情の理解からますます遠のいてしまう。それを示しているのが次の記述である。

「ヨーロッパ系の銀行」の「ドル流動性不足問題」に対する「この対処は一時的なものに過ぎなかった。〇八年九月のリーマン・ブラザーズ破たんが最後の一撃となり、在米銀行のドル資金調達も困難に陥ったからである」（柴田①六）。ここにある「在米銀行」という欧銀の話だけであり、肝心の米銀の「ドル流動性不足問題」には一切ふれていない。とすれば、米銀の「ドル流動性不足問題」の象徴であるリーマン・ブラザーズなどの投資銀行のドル資金繰りの問題も完全に考察の対象外となってしまう。せっかくBetrant & Pounderが米銀のドル資金繰りを二つにタイプ分けして説明し、投資銀行のドル資金繰りの問題を示唆しているにもかかわらず。

ただ、〈Betrant & Pounder A一五九〉の説明は必ずしもわかりやすいとは言えない。柴田が米銀の二タイプの区別に注目できなかった理由はこのあたりにあるようだ。もちろん、根本は柴田においては投資銀行の位置付けが不明な点にある。そこで柴田に代わり、Betrant & Pounderが二タイプの特長を明らかにしている点も紹介しておく。

まず第一のタイプである（二三五〇億ドルを欧州に供給）。対欧でドル資金の出し手（ネット）となっている銀行の貸出先は欧州の銀行であり、自行提携の欧州機関に対するものではない。このタイプの銀行は米国内に十分の流動性があり、これで欧州の銀行のドル需要を若干満たせることになる。これがBetrant & Pounderの説明である。

自行提携の欧州機関は次に挙げる第二のタイプの米銀に比べるとドル資金には余裕があるはずである。だから米国の親銀行からドルを供給される必要性は低いはずである。要するに、第一のタイプの銀行の特長は、ネットで欧州の銀行に資金を貸し出している点にある。

では次に第二のタイプである（二七〇〇億ドルを欧州から引き出す）。このグループは投資銀行と信用力の劣る銀行である。これらはクロスボーダーでみた純借り手であるが、グロスでみた債務は危機の最初の一年間の間にほ

とんど五〇%も減少している。大きな純借り手だったこの第二のタイプの多くは取引相手から信認を失い貸出を嫌がられるようになる金融機関である。貸出が急激に引き揚げられたので、債務が半減したのである。信認を失った以上、この第二のタイプは外国に負った債務も返済せざるを得ない。実際、この第二のタイプの中には巨額の政府救済を受けたり、破たんしたものが多く（Betrault & Pounder）A一五九）。

以上、Betrault & Pounder の記述を敷衍してみた。この米銀の第二グループには当然リーマンなど米国の投資銀行が入っている。この第二のグループが国内面ばかりでなくクロスボーダー・レベルでもドル流動性不足問題に直面し、ドル確保に奔走するだろう。そのドル・ラッシュは当然、欧銀のドル資金繰りも圧迫するだろう。だから欧銀ばかりでなく、米銀も「ドル流動性不足問題」に深く引きずり込まれるはずである。

したがって欧銀のドル流動性不足を論じる際には、それに平行して米銀の二つのグループのドル流動性ポジションの差異を論じておく必要がある。米銀の多くもドル流動性不足に陥るのである。ところが柴田には Betrault & Pounder の真意が伝わらない。すると、米国の銀行のドル流動性危機は北大西洋をはさんで欧銀のそれと同時に進行したのが二〇〇七—二〇〇八年危機であり、そのクライマックスがリーマン・ショックだったという、肝心の世界的ドル流動性不足問題の実質を語れなくなる。

#### （vi）欧米間のクロスボーダー取引を語るのに欠かせない投資銀行によるレポ取引の動向

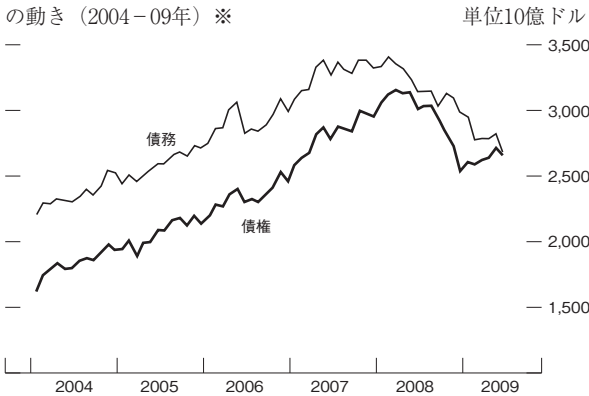
ではなぜ柴田はドル流動性不足問題を語れないのか？ 特に二〇〇八年九月のリーマン・ショックの時の米銀のクロスボーダーの資金移動が激変していることにも、まったく目が向かないからである。米銀のうち、危機の最初の頃はドルの出し手であったものも、それをやめた。恐慌の発生でカウンターパーティ・リスクを恐れたからであり、自身の流動性確保に務めたからである。また危機の初期の段階、提携先から借りることができていた大半の投

資銀行は、外国からの借入が崩壊し、ドル資金を借りれなくなるばかりか、逆にドル資金が大きく流出した。これは投資銀行の主な資金源となっていたレポ市場が崩壊したためである(図6)。カウンター・パーティが投資銀行から資金を引き上げるようになったのである。また外国の支店から借りていた米国保有の預金機関も対外借入を減らした。金融危機が頂点だった時、国内でFedから借りれる額が増えたからである(〈Betrault & Pounder〉A一六〇)。

これは次のように要

約できる。対欧でドルの出し手だった米銀はリーマン・ショックを受けて対欧州の資金供給をストップし、同じ米銀でも対欧州でドルの受け手だったグループはそれができなくなり、Fedにドル供給を依存することになったということである。金融危機発生の前と後では米銀の対欧州ドル

図6 米銀、欧銀双方を含む米国在の銀行の対外債権、債務の動き(2004-09年)※



(出典) 〈Betrault & Pounder〉A157, Figure10より。

※債権は外国人に対するもの、債務は民間外国人に対するもの。

図7 米国在の銀行のクロスボーダーのレポ取引(2004-2009年)



(出典) 〈Betrault & Pounder〉A162, Figure20より

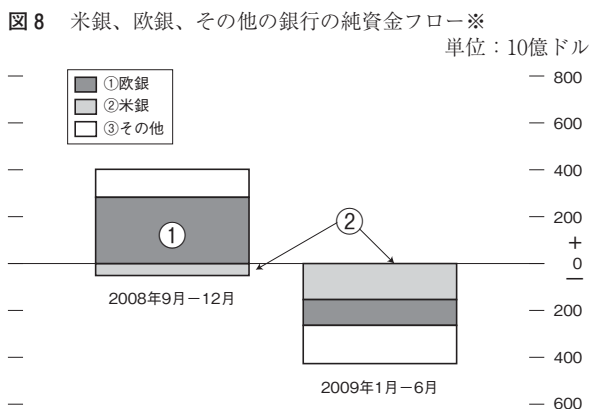
需給関係には大きな違いがあるということになる。

しかしこの急変の経緯に柴田は何も言及しない。それは危機以前の米銀には対欧州ドル資金取引で二つのタイプに区分できる事情が飲み込めていないからである。しかしもつと根源的な問題がある。投資銀行の資金調達におけるレポ取引の意義を看過したこと、また金融危機の発生・発展の経緯に不明だったことである。

この急変を象徴しているのが投資銀行のレポ取引である（この点は第三節で改めて論じる）。銀行のクロスボーダー取引（銀行業務）は二〇〇八年初旬のピークから二〇〇九年の秋にかなり急減している。債権は一五％、債務は三〇％の減少である（図6）。

この銀行取引の急減の主因はレポ取引の動向にある（図7）。クロスボーダーのレポ取引を行う主体は投資銀行である。危機の最初の三つの四半期の間にクロスボーダーのレポ取引は減少気味だったが、カウンターパーティリスクが増加して起きたベア・スターンズ破たんですらに減少圧力が強まり（二〇〇八年三月）、リーマン破たんて劇的に減少する。二〇〇八年三月から十二月の間にクロスボーダーのレポ取引は債権の側では四七％、債務の側では五七％減少しているのである。

このレポ取引の急減はクロスボーダー取引全体を巻き添えにする。預金、CD等も減少するからである。レポ取引の急減に伴い、九、十月にヘッジファンドの清算、それに関連したデリバティブ取引の清算で



（出典）〈Betrault & Pounder〉A160, Figure16より

※プラスは米国への純資金流入、マイナスは純資金流出

銀行のブローキジ業務も急減したのである（Betraut & Pounder）A 一六〇、一六二）。

毎度のことであるが、柴田はこのクロスボーダーのレポ取引の性格についても、またその急減の理由にも一切言及しない。このレポ取引の急減が国際的ドル流動性不足現象の最たるものだった。これへの言及なくしてリーマン・ショックの世界的激発性は何も語れない。

この国際的な流動性不足を解消すべく発動されたのが Fed のドル・スワップである。二〇〇八年秋のドルスワップで、米国の支店から大量に借りていた外国の銀行は自国の中央銀行から直接ドルを手に入れることができるようになった。外国の銀行の米国支店も親銀行への貸出を減らし、九月―十二月の間にむしろ返済してもらえようになった。実際、在米の欧銀はその期間、二九〇〇億の純受け手となっている（図8）。

#### （vii）欧米間クロスボーダー取引の急減効果を鎮静させるドル・スワップ操作

ではここで、国際金融が勃発・収束する二〇〇七年後半から二〇〇九年半ばにおける米国の銀行のクロスボーダーの資金移動の動向を再整理しておく。

二〇〇四年から二〇〇七年初旬まではネットで見るとそれほど大きくない（図9）。しかし、二〇〇七年半ば以降、異例の動きを見せている。二〇〇七年後半から二〇〇八年前半は流出している。欧州のドル流動性不足が進む一方、米国の投資銀行の資金繰りも悪化している。ところが二〇〇八年九月―十二月は大きな流入に転じている。リーマン破たんのために以前の純貸し引き揚げられたのである。次に危機が収まり始めた二〇〇九年一月―六月には再び純貸出が上昇している。

これと対照的な動きを示すのが中央銀行間ドル・スワップである。二〇〇八年後半のスワップ発動により公的資金は流出が急増し、危機の収まった二〇〇九年一月―六月には巨額の流入に転じている。ドル・スワップが返済さ

れたからである（図9）。

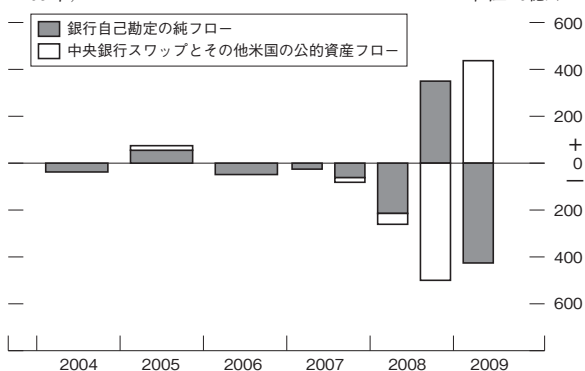
この図9にある民間、公的資金のクロスボーダー資金移動が流出、流入のいずれも膨らんでいるのは、欧州の銀行のドル流動性需要が急激に高まったからである。危機の間、米国所在の銀行（これは米銀、欧銀のいずれも）は海外（主に欧州）に対しドル資金供給の主な役割を果たしていた。しかしリーマン・ショックの発生で資金は米国に流出した。米国所在の銀行はドルを海外から引き上げる側に転じたからである。それに伴い欧州の銀行はドル不足が激化する。これを鎮静させるのが、それまでの民間資金でなく、Fedのスワップ発動による公的資金だったのである

（Betraut & Pounder）A一五六、〈米倉二〇一二〉六七七〇）。

このようにクロスボーダー取引において米国の銀行の資金とFedの公的資金は対称的な動きを示していた。金融危機の爆発で欧州から民間資金が米国へ引き揚げられるとFedの公的資金が欧州へ流出し、金融危機が緩和すると米国から欧州へ民間資金が流出し始め、Fedの公的資金は米国へ還流する図式である。

これはドルの比類なき世界性を雄弁に語るエピソードであろう。Fedは米国ばかりでなく世界に対する「最後の貸し手」の機能を發揮しているわけである。米銀はユーロダラー市場と国内市場の金利や資金需給の具合を相互に睨みながら、北大西洋の対岸の欧銀もユーロダラー市場と米国市場の双方でドル調達経路を確保しつつ、米銀と同様に北大西洋を股にかけたドル建ての資金調

図9 銀行自己勘定による米国のクロスボーダー銀行取引（ネット）と中央銀行ドルスワップによる公的資産フロー（2004-09年）※



（出典）〈Betraut & Pounder〉A156, Figure 9 より

※半年の分は年換算していない。プラスは米国への純資金流入、マイナスは純資金流出

達・運用をしていたのであり、それが過剰なレバレッジを助長し、持続不可能なグローバル・フィナンシャル・インバランスに至り、最終的に世界的金融恐慌を引き起こした。その不均衡の最終調節が米国に Fed に委ねられる構造である。經常収支不均衡よりもはるかに大きな不均衡である。

この点、リーマン・ショックはたしかなことを教えてくれる。すなわち、本来、米国国外の銀行におかれるドル預金として発展してきたユーロデラー市場は、米国本国のドル市場を補完する限界的市場にとどまるどころか、本国市場に並ぶパラレル市場となり、さらにはこれを凌駕し、米国の銀行の国内外の資金調達機能をいかになく發揮したことを。これにより、ドルの世界的地位はますます固まったのである。

実際、ドルに対抗する通貨として成立したはずの統一通貨ユーロの誕生以降、欧州はますますドル金融のネットワークに深くはまり、ドル金融はいよいよ世界的広がりを見せていた。この事実を暴力的に突きつけたのが、欧州の銀行のドル流動性不足危機だった。リーマン・ショックはユーロ・デラー市場の本来の機能、すなわち、ドルの世界化のブースターとしての役割をくつきり浮かび上がらせたのである。

## 第二節 欧州の銀行にとどまらない二〇〇七―〇八年のドル流動性危機の広がり

### (i) 「ドル流動性危機」の現象を欧州の銀行に限定してしまった代償

さてドル衰退願望論の柴田は、二〇〇七―〇八年の金融危機をドル流動性危機として論じようとしている。その場合、戦後のアメリカにおいては、「ユーロデラー市場を中心にドルのオフショア市場が世界中にひろがっている」ので、これが『ドル流動性危機』問題を考える上で重要」（柴田①（二頁）であるようだ。そして（柴田②）の「四節では、ドル流動性危機がなぜ深刻化したのかを分析する」（柴田②（四）という。



しかし予め結論を示しておこう。柴田の場合、それがなぜ全世界的に「深刻化」したのか、その理由を明らかにできない。なぜなら、ドル流動性危機が肝心の米国の金融機関も巻き込んでいる点には一切言及しないからである。米国の金融機関が一体どのようにいてドル流動性危機に巻き込まれるのか、その流れも何も語らない。これも当然である。ドルの流動性危機に巻き込まれている金融機関を欧州に限定して説明しているからである。

しかし、AIG問題、投資銀行が活用した再担保流用、MMF取付を三位一体的を論じないと世界的な「ドル流動性危機」の現象は説明できない（柴田の場合、特に投資銀行の役割の記述が一切欠落）。さもないと、柴田の理解のように、米国金融機関も深く巻き込む世界的「ドル流動性危機」が欧銀のそれに限定されて論じられてしまうのである。

この三位一体的な話は第四節で改めて論じることとし、ドル流動性危機を欧州の金融機関に限定して叙述してしまふとどんな問題が起きるのか？それをこの節で明らかにする。

もちろん柴田もドル流動性危機が世界へ広がったことは承知している。しかし致命的なことに、アメリカの金融機関がドル流動性不足に陥った状況の記述は完全に吹っ飛んでしまっている。たとえば、次のような記述である。

「アメリカで始まったサブプライム金融危機はヨーロッパ系銀行のドル流動性危機を引き起こし、この流動性危機はエマージング経済へと波及した。ドル流動性危機に直面したヨーロッパ系銀行が新興市場から資金を引き揚げ始めたからである」（柴田②）九）。

見られるとおり、「ドル流動性危機」は欧州の銀行に限定されてしまい、その危機の「波及」はアメリカの金融機関をすつ飛ばし、いきなり「新興市場」につなげてしまっている。アメリカの金融機関はあたかも「ドル流動性危機」から無縁であるかのような記述である。要するに（柴田②）の論文では米国の金融機関がドル流動性危機に陥った状況やその理由に関する話は皆無なのである。柴田本人は、「ユーロダラー市場を中心にドルのオフショア

市場が世界中にひろがっている」ので、これが「『ドル流動性危機』問題を考える上で重要」（柴田①）（二）であると書いているはずなのに。

欧州のドル流動性危機の原因として「欧系銀行がドル建ての満期ミスマッチリスクに曝されていた」（柴田②）（七）ことが挙げられている。欧州系銀行は「ドル資産の満期後期構成が長期中心で流動性が低いのに対して、ドル債務の満期構成は短期中心で流動性が高い」（柴田②）（七）からであるという。

それはたしかにその通りである。では米国の金融機関はどうなのであろう？米系銀行も欧銀の場合と同様、「ドル建ての満期ミスマッチリスクに曝されていた」ことにならないのか？これは揚げ足取りではない。柴田は米系の銀行が「ドル建ての満期ミスマッチリスク」に曝されていることは一言も書いていないのである。リーマン・ブラザーズやベア・スターンズのような米国投資銀行の場合、「ドル建ての満期ミスマッチリスクに曝されていた」はずなのに。特にレバレッジを高めるためにレポ取引を活用していたのであるが、そしてこれは柴田の典拠となっているのはずの Betraut & Pounder においても、米国の投資銀行の世界的資金繰りの話としてレポ取引の膨張を強調しているのであるが、その点にもまったくふれていない。だから柴田の場合、ドル流動性不足問題が欧州の銀行にかざられてしまうのである。

当然ながら、事実はその反対である。二〇〇八年秋のリーマン・ショックは世界的な金融危機であり、それは世界的なドル流動性不足（ドル・ラッシュ）として発現したのであり、欧州のみならず米国の金融機関をその激流に呑み込まれたのである。実際、リーマンばかりでなく米国の有力投資銀行の大半が破たんの危機に直面していたのである。だからこそ Fed は欧州の金融機関に限ることなく、ドル流動性を全世界へ無制限供給（担保付きの条件）する未曾有の行動に出た。

もちろん柴田の場合、Fed がこの米国の金融機関の資金ひっ迫をどのようにして緩和したのか、その話も一切

ない。この米国の銀行のドル資金繰りの問題は米国国内だけでは説明できない。米国の銀行は流動性不足を緩和するためにしばしば欧州の関連会社に依存する点の説明が完全に抜けているのである。

一方、柴田が典拠としているのは Betraut & Pounder はその点を強調している。この二人の論文の大きな意義はその点にあるのであるが、柴田はこの二人の肝心な論点を見過している。

すると、米銀の欧州の関連会社の苦境こそがリーマン・ショックとして大爆発する発火点となっていることも柴田はまったく理解できなくなる。この穴を埋めるべく、Fed は欧州向けにドルを供給するのであるが、そのようなドル流動性供給の径路を柴田は何も言及できない。

そのわけも実に簡単である。米国の金融機関のドル流動性不足の話を何もしないからである。たとえば、柴田はドル流動性不足現象に関する二〇〇七年八月九日の BNP パリバ事件と二〇〇八年九月十五日のリーマン・ショックの違いを何も語れない。たしかに二〇〇七年の場合、柴田も書いているとおり、主に欧州の銀行のドル流動性不足だった。しかし、二〇〇八年のリーマン・ショックの時のドル流動性不足は欧銀のみならず米国の金融機関にも及んでいた。だからこそ今度は世界的なドル・ラッシュが爆発した。この二〇〇七年八月と二〇〇八年九月の決定的差を柴田は何も指摘できないのである。

その理由も簡単である。ドル流動性危機を欧州の銀行に限定して論じているからである。この程度の認識で世界的金融危機を語ろうとする。だから世界的な「ドル流動性危機の発生」の経緯は五里霧中となる。

ここでは、筆者がするように主張する根拠を一つだけ挙げておく。欧州の金融機関が銀行間市場でドルを借りれない状況になると、外国為替スワップ（FXスワップ）へと駆け込む。一般に FX 市場では欧州の金融機関がドルの借り手である。ドルの貸し手の側に立つ米国の金融機関はドルを借りる側の欧州の金融機関のリスクが高いと判断し、リスクプレミアムを FX スワップ価格に上乗せする。米国の金融機関はドルを貸したくない。これはカウン

ターパーティーリスクが拡大しているからであり、また彼ら自身もドル流動性を手もとに確保する必要性が高まっているからである。だからドル確保に必死の欧州の銀行は高いリスクプレミアムを要求され、ドル調達に苦しむ（〈Baba & Packer〉三四）。この典型的な事例が二〇〇七年八月九日のBNPパリバ事件であった。

ところがリーマン・ショック以降、このドル流動性不足問題は欧州の金機関の間の地域限定的なものにとどまらなくなった。世界的なドル不足問題へと発展したのである。より具体的に言えば、米国の金融機関もドル流動性不足問題に巻き込まれたのである。米国の金融機関の信用度も落ちており、カウンターパーティーリスクの対象となった。だから米国の金融機関も突然、短期現金市場でドル調達のかんりの困難に直面した。

この状況に対しFedは銀行の資金繰りの窮状を市場へもろに伝えてしまう割引窓口からでなく資金入札制（TAFacutions）で米国市場にドル流動性を供給するのであるが、ドル需要はこの入札制でも満たされなくなった。米国の金融機関でさえドル不足に陥ったのである。この点を柴田は何も論じない。ベア・スターンズやリーマンが破たんしたのはまさにドル流動性の渇渴だったことが何も語られないからである。

となると、本来FXでドルを供給する側にあった米国の金融機関の中にも、この市場でドルを調達しなくてはならなくなる機関が出てくる。しかも米国の金融機関全体でみると、FX市場でドルを供給する能力は減退している。米国自身の金融機関の信用も落ちているのである。だから米国の金融機関も、FX市場でドルを調達しようとする欧州の金融機関と同様、カウンターパーティーリスクの分のプレミアムの支払を要求され、ドル調達コストが急騰するのである。プレミアムを要求されるのが欧州の金融機関ばかりか米国のそれにも及んだのである。米国の金融機関の中には欧州のそれと同様、ドル調達に苦しむほど信用力が落ちてしまっているものも出現したのである。

したがってFedのドル・スワップの規模もリーマン破たん以前と以後では全然異なってくる。米国の金融機関も世界的ドル流動性不足に巻き込まれており、Fedもドル・スワップの規模を倍増し、最終的には無制限にした。

ドルFXスワップ市場は欧州の金融機関にとつてのドル資金調達市場であったが、リーマン破たん後は、世界的なドル不足の現象の象徴となり、米国の金融機関は欧州のそれと同様、FXスワップ市場におけるドル調達に追い込まれたものが出現したのである（Baba & Packer）九一〇、一八）。

ii) の〈Baba & Packer〉論文はドル流動性恐慌がリーマン・ショック時点では欧州の銀行に限られず、アメリカの金融機関をも巻き込んでおり、だからドル恐慌は世界的だったという話を強調している（柴田がこの文献をどう扱っているかは第七節三項でのお楽しみ）。

（ii）欧州の銀行のドル流動性危機を意識していたFedの米国内向けのドル流動性供給

Fed、ECBが典型のとおり、二〇〇七年後半以降、中央銀行は資金繰り問題と取付の初期段階に対し、流動性供給の膨張で応じた。貸出の期間を延長し、多くの場合、受け入れ許容できる担保の範囲も拡大した（Allen & Moesner）九）。

特にFedはドル・スワップを各国中央銀行と結んだ。その目的は海外向けのドル流動性危機の緩和のためだけでない。米国内におけるドル流動性供給操作と平行しているのである。それにより、Fedは米国内でのドル資金調達市場の圧力を減退させたのである（Allen & Moesner）一八）。このドル流動性供給は国内外で一体的に実行しなければ、米国内のドル流動性危機も緩和できないのである。

この点を強調しているのがFed副議長のコーンである（Kohn 二〇〇九）。ところが、このコーンを典拠に挙げているAllen & Moesnerを紹介している柴田の場合、この米国の国内向け流動性供給が海外向けのドル流動性供給（中央銀行間ドル・スワップ操作）と連動して実施されていることは不問にされている（柴田②）九一一〇）。たしかに柴田も「Fedの目的は、外国の銀行がその国でドル資金を強調することを可能にし、アメリカ市場で

のドル資金市場逼迫を緩和することにあつたと考えられる」(柴田①)九と記述している。

しかし、なぜか柴田はAllen & Moessnerが典拠に挙げているFed議長バーナンキ発言について何も言及していない。この二人に言及されているコーンの話はバーナンキのそれと合体させなければFedによる国内外へのドル流動性危機対策の意義は明確には伝わらない。

そのFed議長バーナンキはスワップ拡大の意味を次の通り説明している。外国の商業銀行が米国ドル資金調達で大きな需要先となると、米国を含む世界的な銀行の資金繰りの圧力が強まり、転じてこれが米国における資金入手(credit availability)を圧迫する。だから、Fedはこれに対処するためにスワップを拡大したと説明している(二〇〇九年九月十五日の講演)。

「このように、Allen & MoessnerはFedの議長、副議長の双方の話を活用しながら、Fedの国内外における二つのドル流動性供給の径路の意義を解説しているが(Allen & Moessner)一八、柴田は肝心なこの二つの径路の連動性については何もふれない。それは米国の投資銀行のドル資金繰りの方法を何も言及できないからである。

もちろんAllen & Moessnerはこの連係性を意識しているから、ユーロダラー市場を例にあげ、国内と国外のドル市場の関連性について説明している。すなわち、ユーロダラー市場の金利は米国の国内短期金利にも影響するのであり、したがって外国の銀行のドル資金繰り問題が米国のドル資金調達市場に影響する径路となる。二〇〇七年十二月六日にFOMCが最初のドル・スワップを設定したのは、市場機能の改善を図ったものであるとしている(Allen & Moessner)一八)。この市場とはもちろんユーロダラー市場と国内ドル市場を含む。

別の箇所でもAllen & Moessnerはその点を強調しているのであるが、またまた柴田はそれを見過ぎしている。そこではドル・スワップが市場の流動性の悪化に対応して拡大している状況を記している。最初のスワップ・ラインが設定されたのは二〇〇七年十二月。それが二〇〇八年三月、五月には規模的にも世界的にも拡大した。そして

当然、二〇〇八年九月十月の分が圧倒的に大きい。対中央銀行スワップの上限は完全に撤廃されたのである。いわゆるリーマンが九月十五日に破たんして発生した世界的ドル・スクランブルに対処するためである。その場合、このドル・スワップはFedの国内向けTerm Auction Facilityと平行している。この点を特に念を押しているのがAllen & Moessnerなのである。すなわち、Fedは国内国外で同時にドル流動性供給を敢行していたという指摘である（Allen & Moessner）一九）。ドル流動性不足問題が欧銀に限られない事態に対応したのである。柴田はこの点も完全に見逃している。

（iii）ドル流動性危機が始まった時期も不明な「ドル流動性危機」解題……ABCP市場はいつから機能不全？

そもそも柴田は欧銀のドル流動性危機がいつ始まったのか不明なのである。以下それを確認してみよう。柴田は「〇七年秋にこのABCP市場が機能不全に陥った」（柴田②）八）としている。Betraut & Pounderの二人が〇七年秋に機能停止したと書いていることを唯一の典拠としながら（Betraut & Pounder）A一五八）。

実は、しかしこのBetraut & Pounderの二人は、〇七年夏のABCP市場混乱の説明には欠かせないはずのBNPパリバ事件に関する話とドイツのIKBの話を全然していない。考察の対象範囲がまったく違うのである。

そのような事情を踏まえずに、「〇七年秋にこのABCP市場が機能不全に陥った」と書いてしまうと、BNPパリバ事件の意義が不明になる。当然のことながら、その柴田は実はBNPパリバ事件には一言もふれていない。おそらくBetraut & Pounderだけを読んで記述したからであろう。だから何時、ABCP市場が機能不全に陥ったのかも理解できない。そしてその前座としてドイツの金融機関のABCP発行が行き詰まったことにも考察が及ばない。

史実としてはABCP市場が機能不全に陥ったのは二〇〇七年八月のことであり、「〇七年秋」ではない。その



点を博引旁証してみよう。たとえば、OECDの資料では、ABC P市場が急激に縮小したのは二〇〇七年八月となっている。二〇〇七年八月以降MBSの評価額は急落したので、それを裏付けとして発行されるはずのABC Pが忌避され始めたとしている。これに対応して、短期財務省証券が質的逃避先となっている（OECD）（一三）。

さらに博引旁証を続ける。Financial Times紙の記事である（FT, Aug. 11 & 12, 2007）。これは次のとおり、実にわかりやすく八月のABC P市場の機能停止状況を伝えている。欧州の金融機関はABC P発行の資金を調達してサブプライム関連商品を取引して値を稼いでいたが、資産として保有しているサブプライム関連商品の市場価格が急落し、その保有の資金繰りのためのABC P発行が困難になったというのである。そしてABC Pを買う投資家は欧州の発行機関の資産価値が悪化しABC Pがきちんと償還返済されるのか否か不安に陥った。ABC P償還財源の裏付けとして保有するドル資産を市場で処分できない状況だったからである。

そこで欧州の銀行はABC P償還の資金を確保するためにドル資金を短期銀行市場で調達しなくてはならなかった。しかし銀行はお互いにクレディットラインを拡大することを止め、オーバーナイト金利は急騰した。だから欧州の銀行はドル流動性危機に直面したのである。

では米国の金融機関はどのようにに対応したのであろう。これはBIS季報に書かれている。二〇〇七年七月三十一日、Amecian Home Mortgage Investment Corp.は貸出契約を履行するための資金繰りができないと発表し、八月六日、破産申告に追い込まれた。そして同社の傘下のファンド（conduit）が発行するABC Pの支払更新に至った。要するにABC P償還資金を手当でできなくなったのである。こういう中、八月九日のBNPパリバ事件が起きた（BIS, Quarterly Review, September 2007, P.1）。以上紹介した典拠により、ABC P市場の混乱は柴田の「秋」でなく八月から始まったことが明らかに確認できるのである。それは以下の図10からもハッキリ見て取れる。

付け加えれば、このABC P市場の混乱は米国だけから発生したわけでない。すでに七月、ドイツの金融機関は



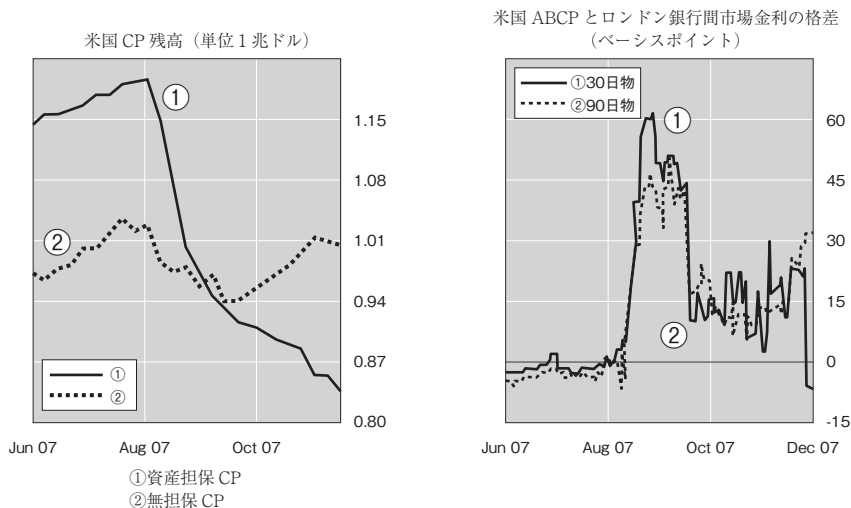
A B C P 償還で苦境に陥り、二〇〇七年八月二日、I K B はドイツの公的、民間の金融機関から救済を受けている。

欧州の金融危機の発現は八月九日のB N P パリバ事件のフランスのよりもドイツが先行していたのである。ドイツ経済の研究家の古内博行も、パリバ問題よりも先行している「I K B 問題がパリバショックとともに今後語り継がれるもの」（（古内二〇〇九）一八）と強調している。

ドイツの銀行はオフバランス機関（「影の銀行」）を使い、アメリカの資産担保証券市場に投資していた。欧州の金融機関もアメリカ流の投資銀行業務に深入りし、危ない橋をわたっていた。アメリカ主導の金融グローバル化にすっぱり呑み込まれていたのである。

この業務で際立っていたのがドイツの中堅銀行のI K B であり、オフバランス機関（「影の銀行」）を設立していた。このオフバランス機関は、表の銀行の資金供与保証を得ながら、住宅不動産など裏付けとするC D O（債務担保証券）を購入していた。しかしこの証券化市場が

図10 資産担保証券 CP（ABCP 市場）の発行高と利回りの推移



（出典）BIS, QR, Dec. 2007, p. 6 より抜粋

崩壊し、同行のオフバランス機関の流動性悪化が七月三十日に表面化し（ABC P発行・償還が困難）、二〇〇七年八月一日、三五億ユーロの損失を出して経営困難に陥る。実際、十月十八日には同行の別のオフバランス機関はABC Pで不履行となっている（負債総額は二三〇億ドル）（米倉二〇〇九）五一―五二）。

このABC P市場の凍結を回想しているのがポールソン前米国財務長官である。二〇〇七年八月九日、大陸時間で朝早く、BNPパリバというフランス最大の銀行は不動産担保証券を保有している三つの投資銀行の償還を止めた。理由は「流動性が完全になくなっていく」ため、「その質や格付けに関わりなく資産を公正」に評価することが不可能になったことであると記している（Paulson）六〇）。

ところが柴田はサブプライム金融危機として銘記されるべきBNPパリバ事件も、またそれに先行するドイツの銀行のABC P償還困難の問題を何も語らない。ABC P市場の混乱の時期に関して不明だったのは、このあたりの事情も作用しているようだ。いずれにしろ、ABC Pが機能不全に陥っているのは柴田のが誤認している二〇〇七年「秋」でなく七月―八月の夏の話である（米倉二〇一二）一三二―一三四、〈古内二〇〇九〉七、一一、一四―一五、一八）。

ところで柴田は何時から健忘症に陥ったのであろう。柴田は、欧州の銀行が直面した流動性不足問題のことを、「金融のグローバル化によるオフショア・ドル市場の拡大と、『金融の証券化』というアングロ・サクソン・モデルへのヨーロッパ系銀行の積極的関与という事態」（柴田①）一一）に絡めて理解すべきであると主張していた。もし、そうであるとすれば、当の米国の投資型の銀行業務がこの欧州の金融機関へどのように浸透していたのか、例示くらいしてもよいはずである。もちろん、それは一切、ない。ドイツの銀行はその格好の材料であるはずなのに。

さらに、「金融のグローバル化によるオフショア・ドル市場の拡大」と、『金融の証券化』というアングロ・サク

ソン・モデル」という場合、投資銀行型金融レバレッジの話をするべきである。特にロンドンでレポ取引の拡大を  
実践し主導していた米国の投資銀行のことである。

ある意味で必然であるが、柴田はこの点についても何も論じない。だから世界的ドル流動性不足の原因を「ヨーロッパ系銀行が直面した『ドル流動性不足』問題」に矮小化してしまう。肝心の米国の金融機関がレポ取引の急激な縮小から欧州で「直面した『ドル流動性不足』問題」にまったくふれることはできないのである。

これで一体、どうやって、「ヨーロッパ系銀行の積極的関与という事態」を語れるのだろうか。柴田も指摘するとおり、欧州の大手の銀行は米国型の投資銀行化の傾向を強めていたのである。伝統的な資本発行引受手数料やアドバイザリー収入でなく、短期資金を取り入れ長期資産運用による資産の保有、売却で稼ぐ。トレーディング業務のための資産保有やレポ・証券貸借取引の比重が高まったのである。このレポ取引が持続不能なグローバル・フィナンシャル・インバランスを膨張させる起動力になっていたことは〈Betrant & Pounder〉にも書かれていることである。柴田はこの文献を読んでいるはずなのであるが。

ずいぶんと辛口の批評になってしまったが、批評はフェアでなければならぬ。これまで筆者は、柴田が二〇〇七年の金融危機の発生時期を夏でなく「秋」と取り違えていると指摘してきた。だが正確に言えば、それは不当である。実は柴田は二〇〇七年の金融危機の発生時期に関して、「金融危機が始まった〇七年八月」と正しく書いている（柴田②九）。しかもその前の頁では、「〇七年秋にこのABC市場が機能不全に陥った」と間違って記述されている（柴田②八）。さらに言えば、同じ〈柴田②〉の十一頁では、「ヨーロッパにおいて『ドル流動性不足』問題は〇七年七月に早くも始まっていたのである」という正しい指摘もある（引用の傍点はいずれも米倉が付す）。だから柴田が二〇〇七年夏を秋と取り違えていたという批判は妥当しない。正しくは夏と秋の区別がつかないと批判すべきことである。このように柴田の場合、同一論文で二〇〇七年の金融危機の発生時期の説明が両生類的に

なっている。実はこれも柴田が秘密裏に自分の誤記を修正しようとし、しかし修正し損なったことから派生する顛末である。

その手口は次のとおりである。〈Betraut&Pounder〉は〈柴田①〉で有力な典拠とされていた（もちろん理解していない）。それが〈柴田②〉では参考文献からはずされている。二〇〇七年のABC市場の混乱など金融危機の発生の時期を「秋」としている文献は、管見の限りでいえば、〈Betraut&Pounder〉だけであり、柴田はその問題点を把握できたのだろう。しかしドル流動性不足問題を論じようとしている柴田が、ドル流動性危機の状況を具に叙述している〈Betraut&Pounder〉を〈柴田②〉ではずすことは大きな問題である。しかし幸か不幸か、実ははずされていない。「〇七年秋にこのABC市場が機能不全に陥った」（〈柴田②八〉）という記述は典拠（Betraut&Pounder 一五八）の掲載なき引き写しだからである。となると、〈柴田①〉ばかりでなく、〈柴田②〉の段階でも〈Betraut&Pounder〉の誤記に気づいていたのかどうか不明となる。いずれにしろ、柴田は二〇〇七年の夏と秋の区別がつかないままに終わったことにかわりない。

〈次号（中）に続く〉

## 引用・参考文献一覧

邦文

岩野茂道 「ドル本位制の構造」 岡本恵也・楊枝嗣朗編著 『なぜドル本位制は終わらないのか』 文真堂、二〇一一年、第一章所収（岩野）

柴田徳太郎 「世界金融危機とドル体制の行方」『比較経済研究』第四八巻第一号、二〇一一年一月〈柴田①〉

― 「ドル流動性危機と基軸通貨の交替」『経済理論』第四九巻第一号、二〇一二年四月〈柴田②〉

― 「書評 なぜドル本位制は終わらないのか 岡本恵也・楊枝嗣朗編著 ●文真堂、二〇一一年」『経済理論』第四九巻第二号、二〇一二年七月〈柴田③〉

関村正悟 「グローバルインバランスからグローバル・シャドーバンキングへーバーナンの (global saving) 論の展開をめぐって」岡本・楊枝編、前掲、第五章所収〈関村〉

佐美光彦、 『国際通貨体制』東京大学出版会、一九七六年〈佐美一九七六〉

― 『大恐慌型不況』講談社、一九九八年〈佐美一九九八〉

武田哲夫、 『中央銀行と金融システムの安定』『拓殖大学論集』第五巻第三号、二〇〇三年〈武田〉

早川博之、 『理解の進まない基軸通貨米ドルが果たしている役割』『国際金融』一二五号、二〇一三年十二月〈早川〉

春田素夫、 『国際通貨と国際金融』山口重克・小野英祐・吉田暁・佐々木隆雄・春田素夫著、『現代の金融システム：理論と構造』東洋経済新報社、二〇〇一年、第五章所収〈春田〉

古内博行、 『二〇〇七／〇八年ドイツ金融恐慌の発生と新たな不況の到来』千葉大学『経済研究』第二四巻第一号、二〇〇九年六月〈古内二〇〇九〉

― 『欧州債務危機とドイツの試練』千葉大学『経済研究』第二八巻第一号、二〇一三年六月〈古内二〇一三〉

米倉 茂 『ドル危機の封印 ― グリーンスパン・イブシロン出版企画、二〇〇七年〉（米倉二〇〇七）

― 『新型ドル恐慌』彩流社、二〇〇九年〈米倉二〇〇九〉

― 『すぐわかるユーロ危機の真相』言規舎、二〇一二年〈米倉二〇一二〉

― 『国際金融危機における「ドル不足」現象の「構造的」な理解不足現象……：新型「ドル不足」現象解題のユーロパラドクス（上）、（中）、（下）』『佐賀大学経済論集』第四五号第五巻、第四五号第六巻、第四六巻第一号、二〇一三年三月、三月、五月〈米倉二〇一三①②③〉

欧文

Allen, W. A. and R. Moesner, "Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-09", BIS Working Papers No.310, May 2010

- Baba, N. and R.N.McCauley & S. Ramaswamy "US dollar money market funds and non-USbanks". *BIS Quarterly Review*, March 2009  
 〈Baba, McCauley & Ramaswamy〉
- Baba, N. and F. Packer, "From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers", *BIS Working Papers* No 285, July 2009 (Baba & Packer)
- Bagehot, W., *Lombard Street*, Arno Press, New York, 1978 reprint of the 1925 ed. published by Smith, Elder, London (Bagehot)
- Barnanke, B., *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Federal Reserve Board, 2012 (小谷野俊夫訳『連邦準備制度と金融危機——ベークンギルド理事会議長のよる大衆生向け講義録』一灯舎 二〇一二年 (Barnanke)
- Betrout, C.C and L. Pounder, "The Financial Crisis and U.S.Cross-Border Financial Flows", *Federal Reserve Bulletin*, Vol.95, November 2009 ((Betrout & Pounder))
- Borio, C and P.Disyarat, "Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?" *BIS Working Papers* No 346 May 2011 (Borio & Disyarat)
- Brown, G., *Beyond the Crash – overcoming the first crisis of globalization*, Free Press, New York, 2010 (Brown)
- Eichengreen, B., "The Dollar Dilemma", *Development Outreach*, World Bank Institute, December 2009 (Eichengreen)
- Federal Reserve Board, *The Federal Reserve System – Purposes and Functions*, Last update: August 24, 2011 (FRB)
- Greenspan, A., *The Age of Turbulence*, Penguin Books (Expanded Edition), 2008 (Greenspan)
- Hawtrey, R.G. *A Century of Bank Rate* 1st ed. Longmans, 1962 [『金融政策の百年』英国金融史研究会訳、東洋経済新報社、一九七七年]
- Heinsohn, G. and O.Steiger, *The European Central Bank and the Eurosystem. – an analysis of the missing central monetary institution in European Monetary Union* in D.Ehrig, U.Staroske, and O.Steiger (eds), *The Euro, the Eurosystem, and European Economic and Monetary Union*, Münster and Hamburg, LIT-Verlag, 2011 (Heinsohn & Steiger)
- IMF, *World Economic Outlook*, April 2009 (IMF 2009①)
- IMF, "Initial Lessons of the Crisis", February 6, 2009, prepared by the Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy, Policy, and Review Departments (IMF 2009②)
- Jonung, L., *What Can History Tell Us about the Future of the Eurosystem* in D.Ehrig, U.Staroske, and O.Steiger (eds) *op.cit.* (Jonung)
- Kohn, D. *International Perspective on the Crisis Response*, Speech at the FRB of Boston 54th Economic Conference, Chatham, Massachusetts, October 23, 2009 (Kohn 2009)

- “The Federal Reserve’s Policy Actions during the Financial Crisis and Lessons for the Future”. May 13, 2010 〈Kohn 2010〉
- Minsky, H. P., *Can “It” Happen Again?… Essays on Instability and Finance*, First paperback printing, 1984
- McGuire, P. and Götz von Peter, “The US dollar shortage in global banking and the international policy response”, *BIS Working Paper* No 291, October 2009 〈McGuire & Peter ①〉
- “The US dollar shortage in global banking”, *BIS Quarterly Review*, March 2009 〈McGuire & Peter ②〉
- OECD, *Financial Market Trends*, No.93, November 2007 (OECD)
- Paulson, Jr., H. M., *On THE Brink. Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Business Plus, New York, 2010 February 〈Paulson〉
- D. Ricardo, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, 1951, in *The Works and Correspondence of David Ricardo*, edited by Piero Sraffa with the collaboration of M. H. Dobb, Cambridge University Press, 1951-55, Vol. I
- Sayers, R.S., *The Bank of England 1891–1944*, Cambridge, 1976, 四三三頁論議’ 『日本銀行金融史研究会誌』 『インフレーション銀行——一九一〜一九四四』 東洋経済新報社’ 一六二〜一六三頁 〈Sayers〉
- Scammell, W.M., *The Stability of the International System*, London, 1987 〈Scammell〉
- Thornton, H., *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802 ed. with an introduction by F.A.v.Hayek. Reprinting, London, 1939, Reprint ed 1991, Augustus MKelley · Publishers 〈Thornton〉
- Jean-Claude Trichet, J.C., “Recovery, Reform and Renewal: Europe’s economic challenge”. European Central Bank, 9 July 2010 〈Trichet〉